



Metals Focus

贵金属月报

第47期 – 2019年10月



Metals Focus 感谢其合作单位 — 中国黄金协会
对《贵金属月报》中文版的支持



Metals Focus 感谢以下机构
对《贵金属月报》中文版的支持



www.valcambi.com



www.asahirefining.com



www.randrefinery.com



www.gold-zhaoyuan.com

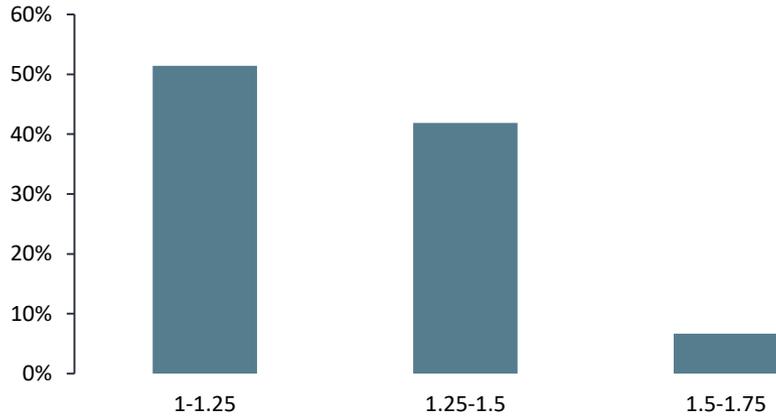
宏观经济现状与展望

- 8月份显著下跌后，9月前期全球股市回升，但下半月回吐大部分涨幅。10月迄今，股市表现疲软。
- 9月前期市场情绪回暖（这令黄金等避险资产承压），是因为投资者预期美中贸易谈判将取得突破性进展，同时欧洲央行又启动了新一轮货币宽松（将存款利率下调至历史新低，启动无限期量化宽松计划，每月购买200亿欧元资产）。
- 9月份美联储也再次降息（18日举行的会议上将利率上限调低至2.00%）。但是，会后声明中展现的立场偏鹰派，导致联邦基金利率期货显示的10月份联邦公开市场委员会会议上再次降息的几率从9月初的30%左右升至超过80%。此外，投资者还对9月中旬美国隔夜回购利率飙升感到不安，这一事件迫使美联储为阻止回购利率再度飙升而重启购买短期国债的计划。
- 10月初发布的数据显示，9月份美国制造业ISM指数降至47.8（创2009年来新低）。两天后发布的数据显示，9月份美国服务业ISM指数亦降至52.6（创2016年8月以来新低）。这两项疲软的经济数据也支撑贵金属走强。
- 展望未来，贵金属价格出现短期回调的可能性不能排除，但宏观经济大环境（例如负收益率债券数量持续上升）仍利好于避险资产，因此总体趋势向好。地缘政治紧张局势也有助于避险资产走强：9月中旬沙特石油生产设施突遭攻击，10月初土耳其又进入叙利亚境内展开军事行动。虽然投资者涌向安全资产时主要买入黄金，但白银和铂金走势历史上一直与黄金正相关，因此也将受益。

宏观经济现状与展望

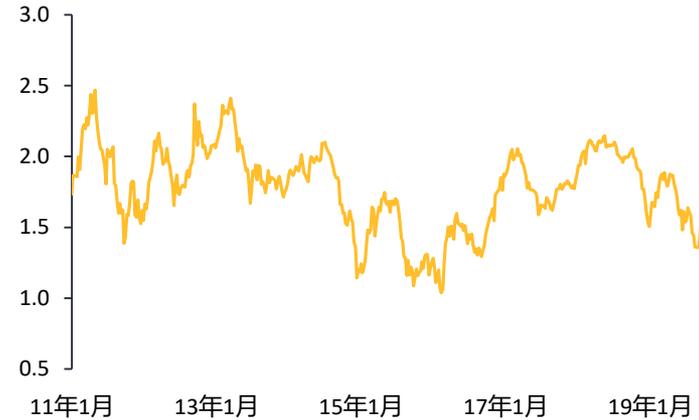
美国利率经济学家调查*

对2019年12月FOMC（联邦公开市场委员会）会议利率预期



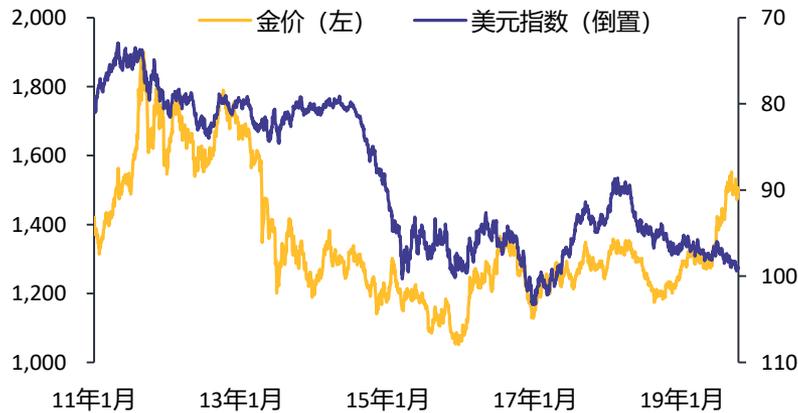
*数据截至到2019年9月5日，来源: Bloomberg

美元5年平准通胀率，百分比%



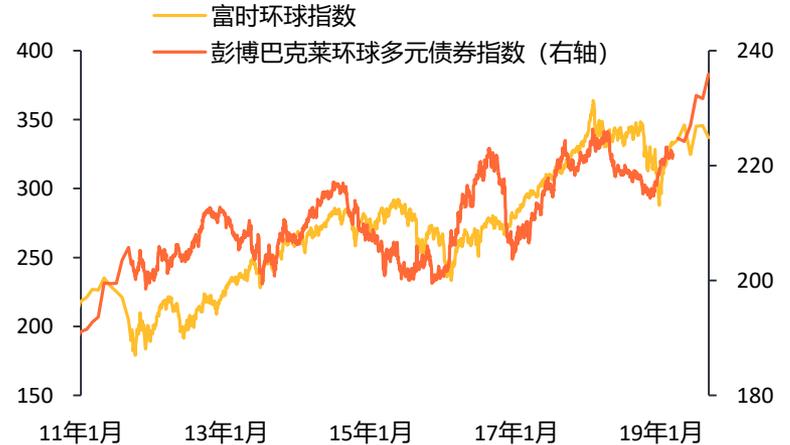
来源: Bloomberg

美元指数&黄金价格



来源: Bloomberg

全球股票及债券市场



来源: Bloomberg

黄金市场现状与展望

连涨四月后，9月份黄金价格有所回落，主要由于市场预期计划于10月份举行的美中贸易谈判有望取得突破性进展等因素。

9月初金价曾触及1,557美元/盎司这一六年来的新高，但月末已回落至1,465美元/盎司的低点。撰写本报告之时，金价已回升至1,500美元/盎司这一重要心理关口上方。

- 主要经济体的央行实施新一轮货币宽松政策提振了黄金需求，同时也令全球市场风险偏好有所改善，进而令金价上行幅度受限。
- 9月初金价涨至六年来的高点，此时投机者急于兑现利润。Comex（纽约商品交易所）管理基金的黄金期货净多头仓位从8月底的2,260万盎司降至10月1日的1,980万盎司。回顾以往数据，目前的净多头仓数较2016年创出的历史峰值2,730万盎司低27%。
- 另一方面，9月份资金继续流入黄金ETPs（交易所交易产品），月底时全球黄金ETPs的总持仓量已创出历史新高。ETP持仓和Comex黄金期货持仓情况形成鲜明对比，这主要归因于ETP持有者通常为中长期投资者。目前负收益率债券规模已升至创纪录水平，全球股市波动率日益上升，地缘政治紧张局势也继续加剧，所有这些因素都鼓励一些机构投资者增持黄金。
- 相比之下黄金零售投资需求情况则喜忧参半。美国市场仍很疲软，因投资者趁金价飙涨之际大量回售，9月份老鹰金币销量同比剧降73%。今年前九个月的总销量较去年同期下降36%。
- 如前面“宏观经济”部分所述，我们仍坚信全球经济和地缘政治大环境正日益向利好于黄金的方面转变，职业投资者增持黄金可期。

黄金市场现状与展望

➤ 实物黄金市场状况：

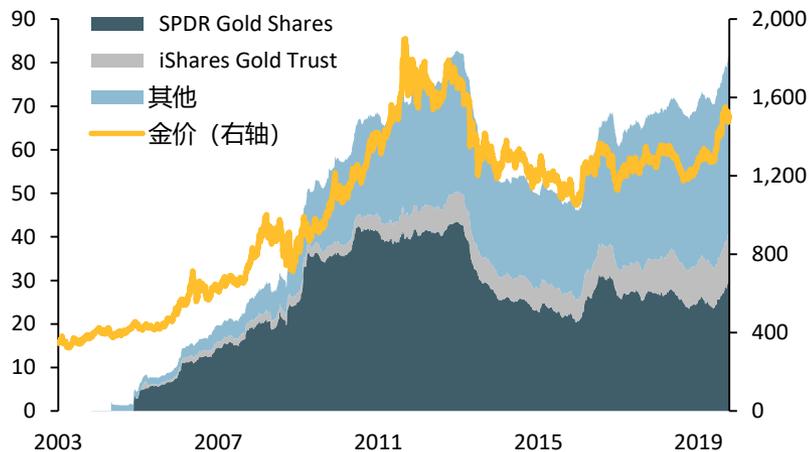
- 9月份参加中国**香港**国际珠宝首饰展览会期间，我们发现参展商和访客人数都显著下降。这主要归因于人们对抗议示威活动的担忧不断上升，中国大陆首饰需求疲软，展会举行期间正值中秋节假期等因素。
- 因金价走高，**土耳其**黄金首饰市场继续受到严重冲击。该国经济状况不佳，就业市场惨淡，旅游者购金数量下降，也导致市场疲软。预计到明年市场才有望回暖，不过如果土耳其经济复苏，消费者也习惯于高企的金价，需求可能较预期更快的回升。
- 9月份**印度**黄金进口量（估计仅为26吨）再度大幅下降，显示黄金交易活动仍疲软。印度国内金价已涨至创纪录高位附近，经济又持续放缓，对消费者支出造成负面冲击。此外，9月份有两周时间为祭祀先祖的时节，在此期间购买黄金、房产、汽车等任何资产都被视为不吉利，也影响了需求。随着节日季节的到来，10月初印度黄金需求有所回暖。10月下旬排灯节将到来，需求进一步回升可期。

➤ **价格预测风险因素：**金价上行主要风险因素包括：全球经济显著放缓；地缘政治紧张局势升级，美国政局动荡（特朗普总统遭弹劾调查）；股票和债券市场爆发较预期更为猛烈的抛售潮；美国财政状况显著恶化；美联储激进降息。

➤ 另一方面，若美联储因美国经济进一步走强而急剧改变其立场，转而采取鹰派利率政策（目前看可能性极小），则黄金将面临很大的下行风险。

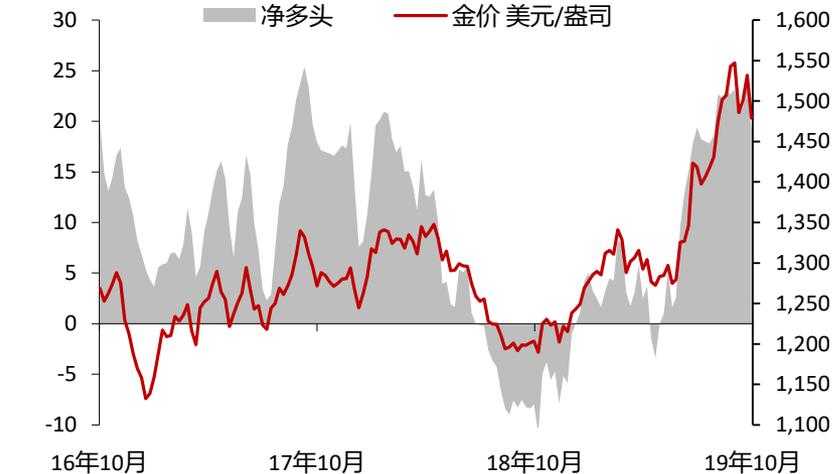
黄金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



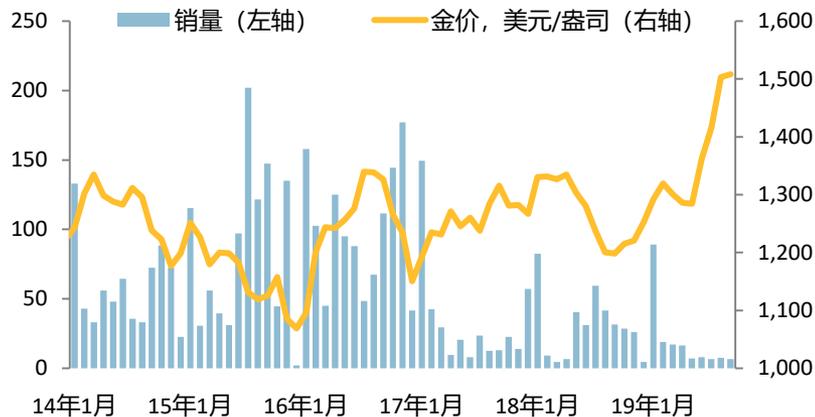
来源: Bloomberg

Comex 净多头仓位*, 百万盎司



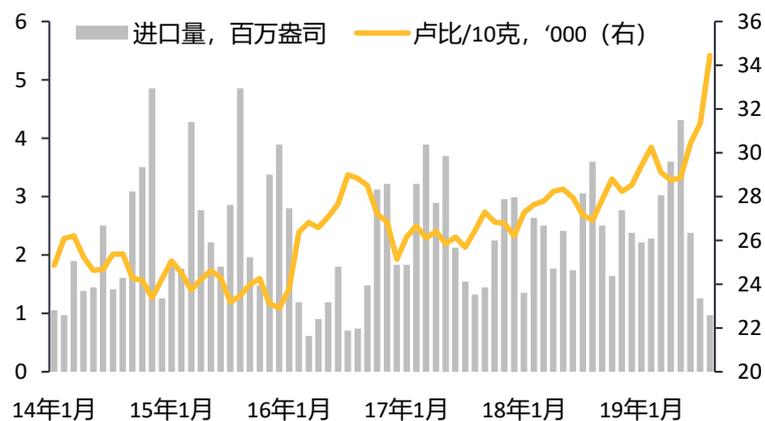
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

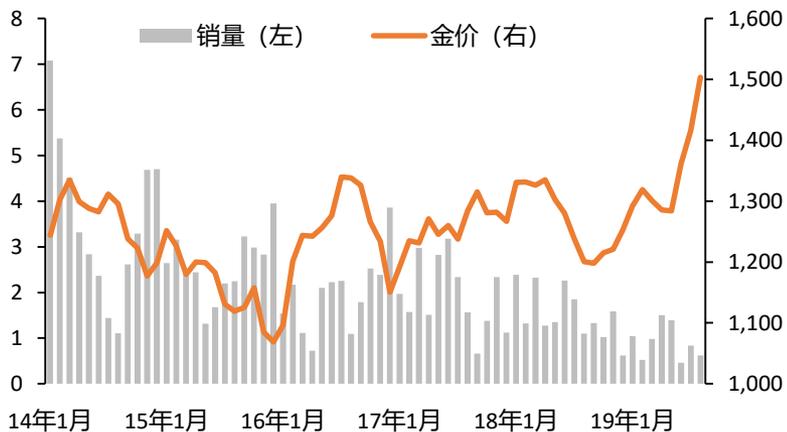
印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

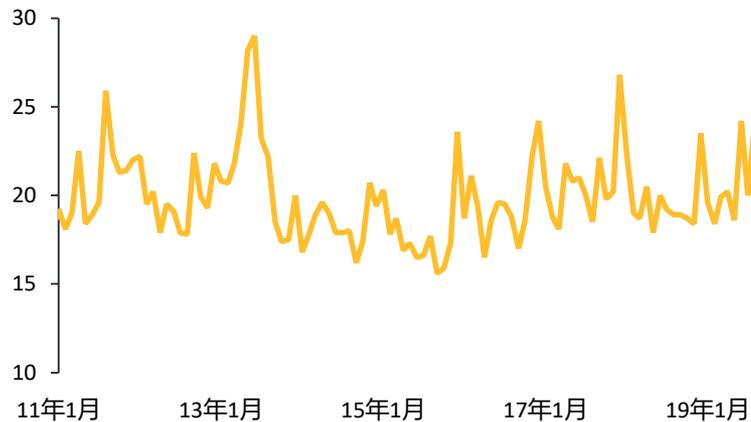
黄金市场现状与展望

香港金锭进口, 百万盎司



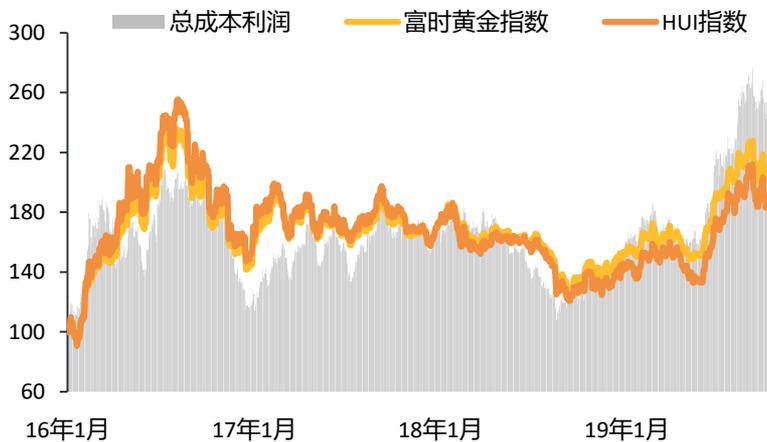
来源: Hong Kong Customs

伦敦金银市场清算量*, 百万盎司



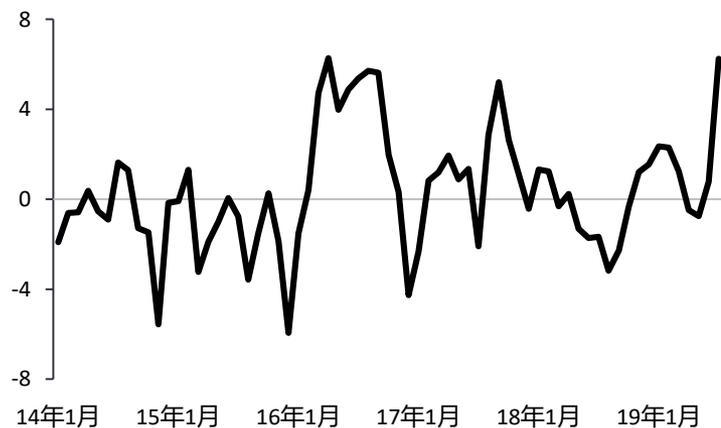
*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

黄金矿产总成本利润*



* 指数 2016年1月1日=100
来源: Metals Focus, Bloomberg

英国金锭净进口量, 百万盎司



来源: IHS

白银市场现状与展望

9月1日以来，白银价格已回撤约3%，但关键在于仍稳站在17美元/盎司上方。因此，我们所作的银价预测仍与上期月报相同。

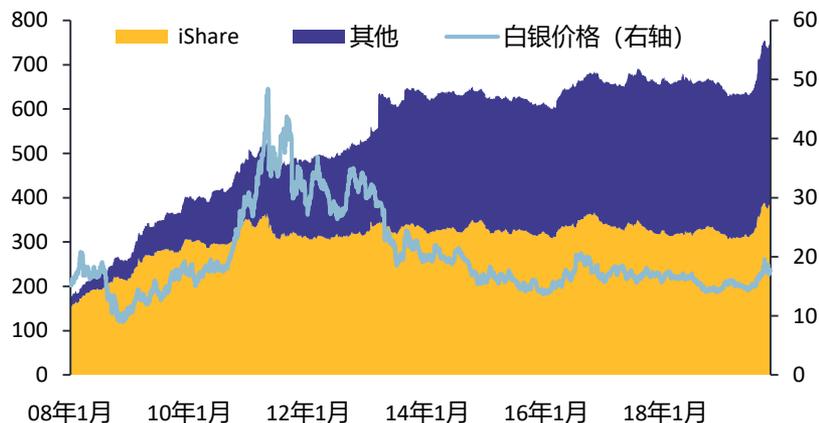
- 从7月中旬起白银获得上行动能，9月4日曾涨升至19.65美元/盎司，创三年来新高。鉴于白银涨速很快，部分投资者获利了结也许是不可避免的，不过上个月银价仍能维持在接近18美元/盎司的水平，对机构投资者来说这是重要信号。
- 近期银价试图突破19美元/盎司关口，虽未能成功（近期高点为9月24日的18.74美元/盎司，撰写本报告之时交投于接近18美元/盎司的水平），但投资者总体上仍看好白银。
- 因此，对于金/银价格比率从9月初79.1:1这一13个月来的低点升至最近的84:1左右，我们不应作过度解读。上个月大部分时间内，白银走势都跟随黄金，但近期基本金属价格走弱已最终令白银承压（但幅度尚属温和）。
- 总体来看，避险资产需求持续上升已让白银受益。虽然在贵金属市场上避险性买入主要集中于黄金，但白银也从正外溢效应中获益。因此，2019年大部分时间内投资者增持白银多头仓位。
- 截至10月1日，管理基金白银期货净多头仓数达2.21亿盎司，较年初增长约50%。然而也应看到，投资者并没有忘记过去几年来白银走势都跑输黄金，这也许就是目前净多头仓数仍比7月底的年内高点（3.13亿盎司）低29%的原因之所在。重要的是，目前净多头仓数更远远低于2017年创出的历史峰值（4.39亿盎司），未来进一步增长留下较大空间。

白银市场现状与展望

- 投资者看好白银，促使白银ETP持仓量上升。9月4日，总持仓量升至7.54亿盎司，创出多年来新高。之后随着银价变化，部分投资者减仓，但截至24日，总持仓量仅微降至7.37亿盎司，反映出ETP投资者的持仓具有粘性。展望未来，鉴于目前持仓量仍比2012年后期创出的历史峰值低27%，我们预期ETP持仓量还将刷新高点。
- 在全球重要的白银市场印度，随着10月份的节日和婚礼季节即将到来，9月份白银交易活动已趋活跃，这是令人鼓舞的迹象。我们与印度业内人士的沟通显示，虽面临流动性紧张和经济放缓的不利形势，消费者对白银首饰、银器和银币的兴趣仍已复燃。本周印度教重要节日十胜节到来，但白银销势仍较为平淡，部分因为目前经济不利形势等原因。
- 在白银工业需求方面，今年总需求量有望再创新高，汽车工业需求上升（原因是轻型汽车电气化程度日益提高）和光伏业需求温和增长是主要推手。5G网络快速部署也有望提振白银需求。不过也应看到，贸易战升级可能导致经济环境的不确定性上升，已出现工业企业减少库存这种不利迹象。此外，太阳能业的产能持续过剩，可能导致年底前光伏模块的价格进一步下跌，这样生产企业有可能再次降低白银装填量。
- **价格预测风险因素：**风险因素与上期月报中所列大致相同。除前面“黄金市场”部分所述因素外，贸易战可能进一步升级，其对基本金属价格的冲击或将令白银承压，有可能抵消避险需求上升带来的正面效应。

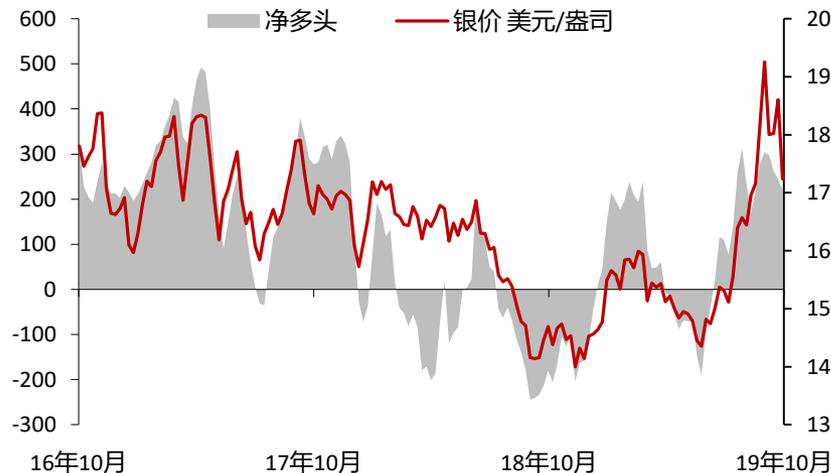
白银市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



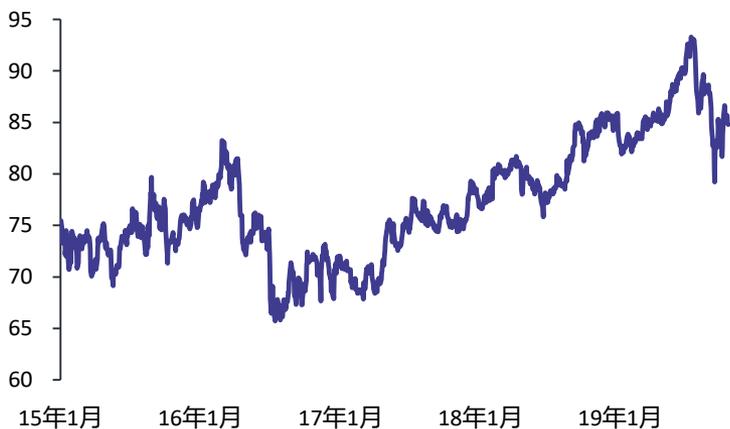
来源: Bloomberg

Comex 白银净多头仓位*, 百万盎司



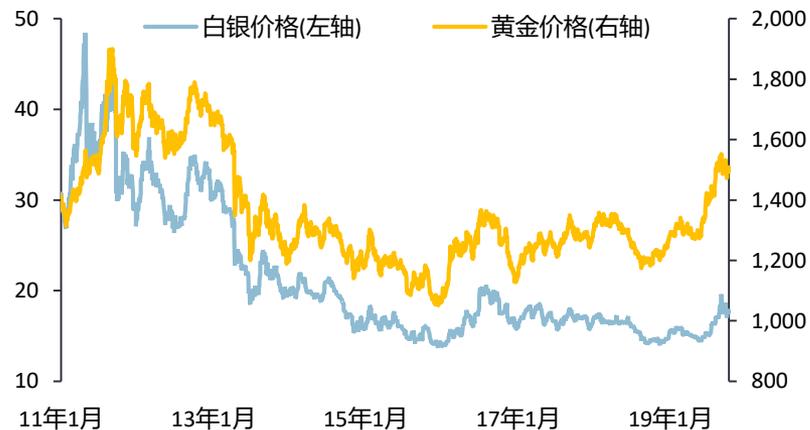
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

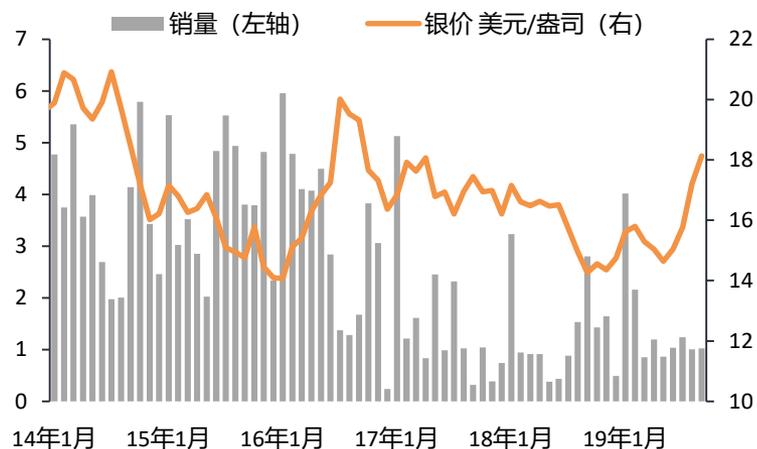
白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

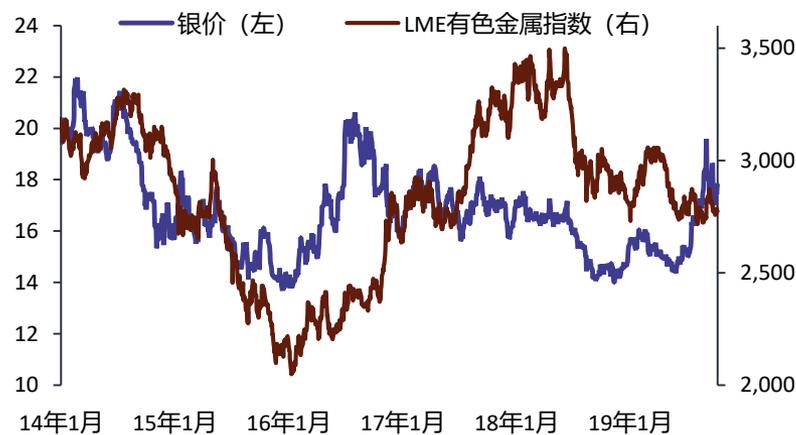
白银市场现状与展望

美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



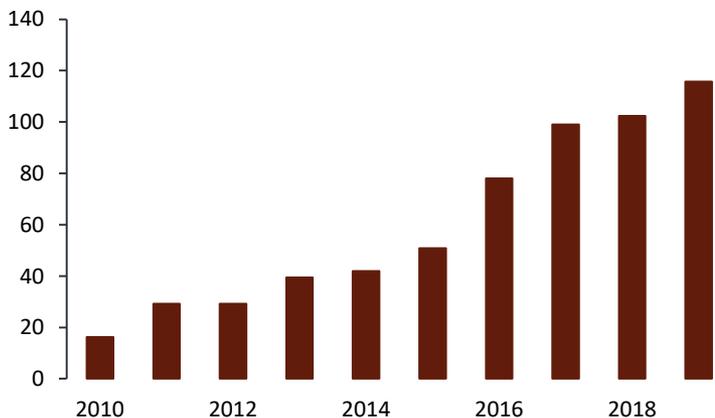
来源: US Mint

白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



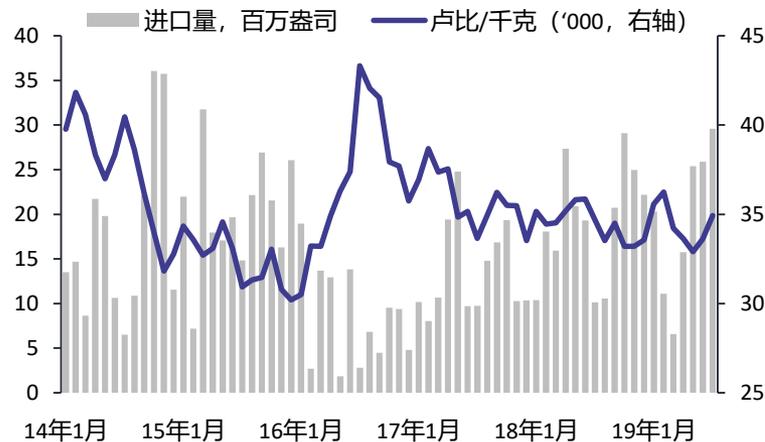
来源: Bloomberg

全球光伏装机容量 GW (千兆瓦特)



来源: GTM Research

印度白银进口, 百万盎司



来源: Various

铂金市场现状与展望

9月初铂金价格曾逼近1,000美元/盎司关口，但之后大幅回落，月末报收于900美元/盎司下方。10月份前几天，铂价在接近900美元/盎司的水平整固。

铂价走势持续跑输钯价，10月初，铂金对钯金的折价历史上首次短暂升破800美元/盎司。

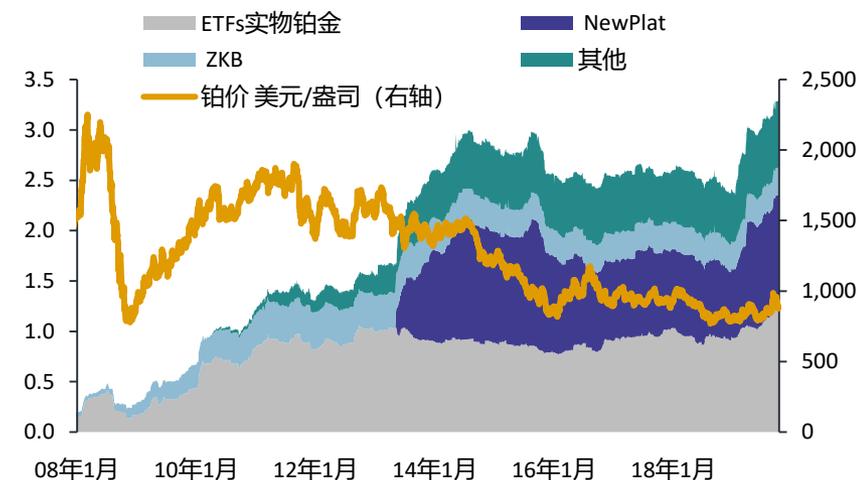
- ▶ 正如我们在上期月报中已警示的，夏季期间铂价反弹主要归功于金价上涨带来的正外溢效应。因此，9月初黄金上涨减速，铂金就随之再次承压下行并不令人惊讶。
- ▶ 展望未来，我们所作的铂价预测仍保持不变。总体而言宏观经济不确定性将继续利好于避险资产尤其是黄金，铂金也将受益。
- ▶ 目前投资者持有的Nymex（纽约商业交易所）铂金期货净多头仓数尚不到历史峰值的一半，意味着新资金流入的空间很大。同时，铂金ETPs的总持仓量虽已创出新高，但铂金仍对黄金和钯金大幅折价，可能会吸引更多新资金流入ETP市场。
- ▶ 不过铂金供需基本面无显著改观，未来12个月间铂价上行幅度将受限。
- ▶ 正如我们最新一期《铂族金属五年期预测季报》中强调指出的，在可以预见的未来铂金市场仍将出现结构性供应过剩，地上铂金存量将进一步走高，明年或将首度升破1,000万盎司，足以满足16个月的铂金制造量需求。

铂金市场现状与展望

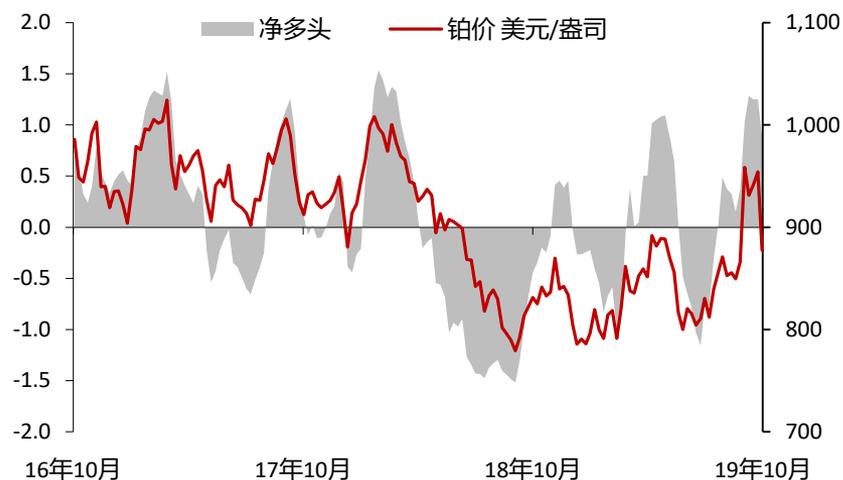
- 8月份西欧地区柴油车销量继续下滑，其市场占有率已降至创出峰值以来的新低，仅为30.9%。1月至7月期间德国柴油车销量温和增长，是唯一销量增长的西欧国家。但8月份柴油车市场占有率也已下降，初步数据显示9月份将继续走低。
- 正如我们9月份《铂族金属五年期预测季报》中指出的，由于重型汽车产量持续上升，汽车尾气排放法规也日趋严格，2019年汽车催化剂工业的铂金需求有望触底回升，之后将温和增长。
- 虽然铂价处于低位，但全球铂金首饰需求量的增长将甚微，主因是在中国市场铂金首饰面临来自黄金首饰的激烈竞争。
- 南非矿工和建筑工人协会（AMCU）与英美铂业公司和西班牙耶-静水矿业公司进行的工资谈判陷入僵局，该工会已将争议提交南非调解仲裁委员会解决。AMCU重申仍致力于与资方达成协议，但语气更加强硬，其总裁Joseph Mathunjwa称仍有意发动罢工。同时，该工会与羚羊铂业公司的谈判已取得进展，据称将很快宣布达成协议。
- **价格预测风险因素：**就影响铂价走势的特有风险因素而言，南非铂矿业爆发大规模罢工仍是价格上行主要风险因素。不过鉴于铂金供应持续过剩，地上存量也很庞大，罢工导致供应中断给投资者信心和铂价带来的影响都很可能只是短暂的（但钯金仍将是更大的受益者）。

铂金市场现状与展望

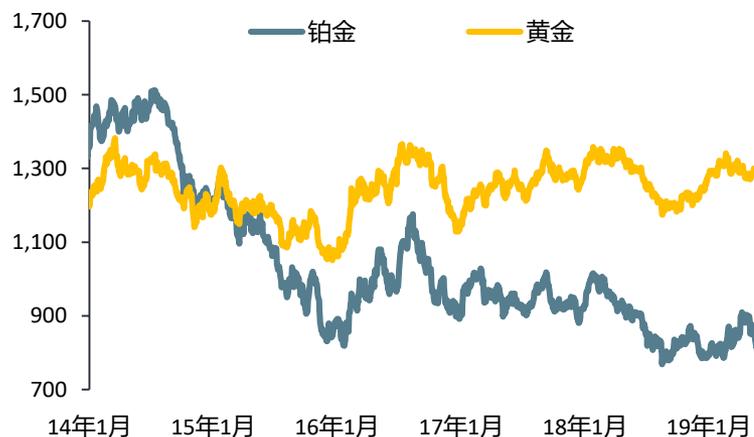
交易所上市基金，百万盎司



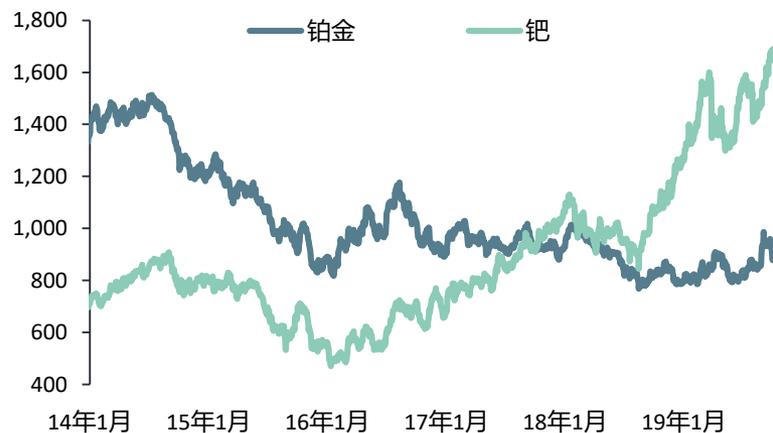
Nymex 铂金净多头仓位*, 百万盎司



铂金 & 黄金价格 美元/盎司

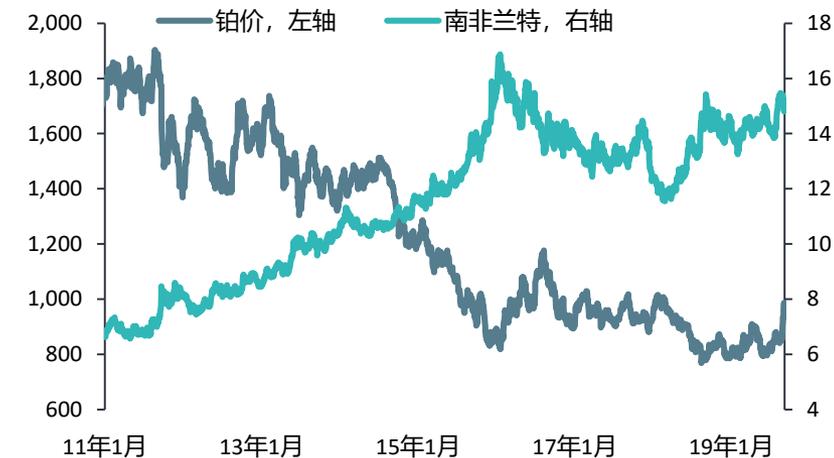


铂金&钯金价格 美元/盎司



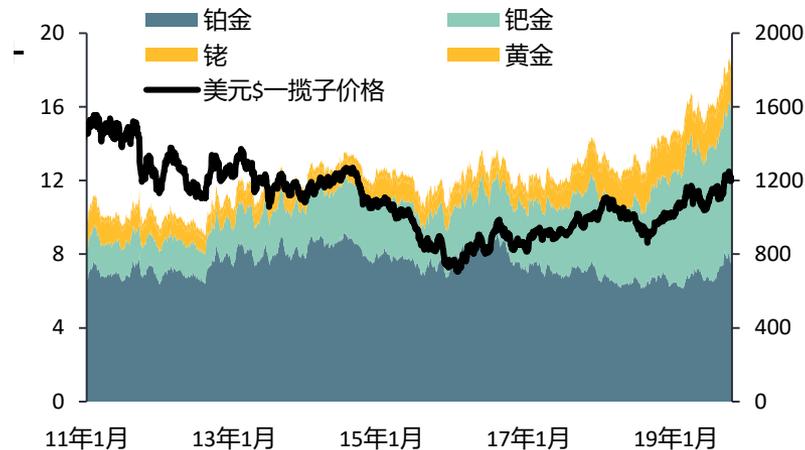
铂金市场现状与展望

铂金价格 & 南非兰特



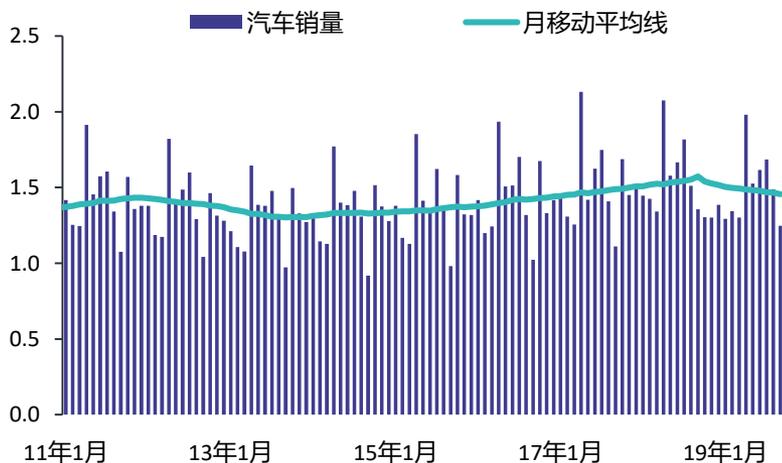
来源: Bloomberg

南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



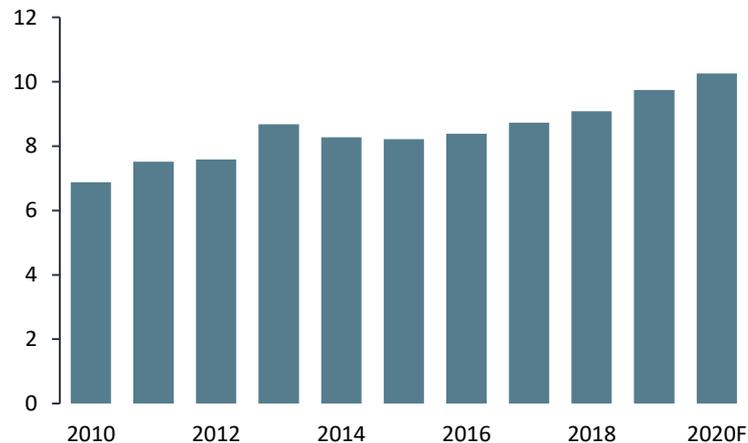
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。
来源: Metals Focus, Bloomberg

欧洲汽车月销量, 百万辆



来源: Bloomberg

铂金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

钯金市场现状与展望

9月份钯金价格持续走强，月初为1,535美元/盎司，之后强劲上涨，12日已突破前高（3月21日创出的1,615美元/盎司），月末更触及1,702美元/盎司的历史新高。10月初，美元未能守住1700美元关口。之后钯价有所回落，但撰写本报告之时，已在1,650至接近1,700美元/盎司一线获得强劲支撑。

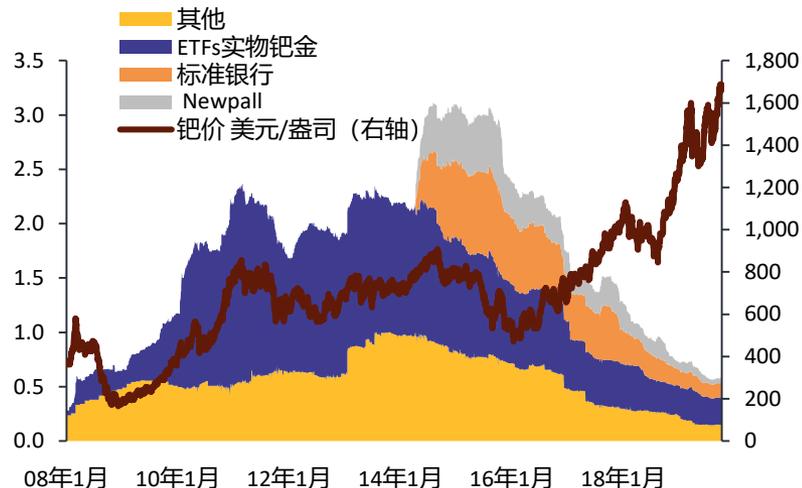
- 实物钯金市场供应日趋紧张，仍是近期钯价飙涨的主要驱动力量。鉴于南非矿业内的工资谈判已陷入僵局，对于供应中断的担忧已加剧。
- 自9月中旬以来，钯金租赁利率上升，虽仍远低于2018年后期至2019年初期的高点，但无疑显示供应很紧张。
- 新资金流入钯金投资市场也助推钯价走高，不过流入规模仍相当有限：
 - 8月中旬以来，Nymex钯金期货净多头仓位持续增长，截至10月1日，已达139万盎司，但仍仅为2018年初期创出的历史峰值的一半左右。
 - 8月中旬全球钯金ETP的总持仓量降至61.6万盎司，为十年来的新低，之后持续回升，10月初已升至3个月来的新高，共计增加2.9万盎司，增幅为5%。
- 展望未来，我们仍看多未来12个月间的钯价走势，预计2020年9月底前有望涨至1,800美元/盎司一线。
- 钯价前景乐观，根本原因是钯金的供需基本面强劲，持续出现供应赤字意味着地上钯金存量将继续下降。近年来投资者已大幅减持其囤积的钯金多头仓位，因此为促使目前仍持仓的投资者出货，以满足强劲的制造需求，钯价还需涨升至更高水平才行。

钯金市场现状与展望

- 钯金市场持续出现供应赤字，几乎完全归因于汽车工业的钯金需求稳健增长，不仅足以抵消其他工业部门钯金用量的减少，还将钯金回收供应增量悉数消化。
- 尽管中国和美国轻型汽车销量仍疲软，我们仍预期2019年汽车催化剂工业的钯金需求几乎肯定将继续上涨，原因包括汽车尾气排放标准日趋严格，将推高汽车催化器中的铂族金属装填量，以及欧洲市场上汽油车所占份额上升。预计2020年全球汽车总销量将温和回升，应能进一步提振钯金需求。
- 羚羊铂业公司已与北美钯业公司达成协议，将以7.58亿美元收购后者。收购完成后羚羊铂业公司将获得伊勒湖矿山，在该矿山剩余九年开采寿命内，羚羊铂业公司的钯金产量共计将增加约25万盎司。继西班牙耶-静水矿业公司的并购交易后，本次交易显示南非生产商继续寻求提高钯金产量，建立在南非之外的多元化矿业资产组合。
- **价格预测风险因素：**与铂金一样，南非出现大规模供应中断仍是钯价上行主要风险因素，考虑到目前工资谈判陷入僵局，更是如此。值得注意的是，与其他贵金属相比钯金市场流动性更低，近年来不时出现实物供应紧张的情况。发生任何意外的供应中断都可能会对投资者信心和实物市场造成严重冲击，进而把钯价推高至远超我们目前预测的水平。
- 在下行风险方面，若美中贸易战继续升级，全球股市爆发抛售潮无疑将对钯金造成负面影响。此外，若有更确实的消息显示汽油车制造商正计划以铂金替代钯金，也将令钯价承压。

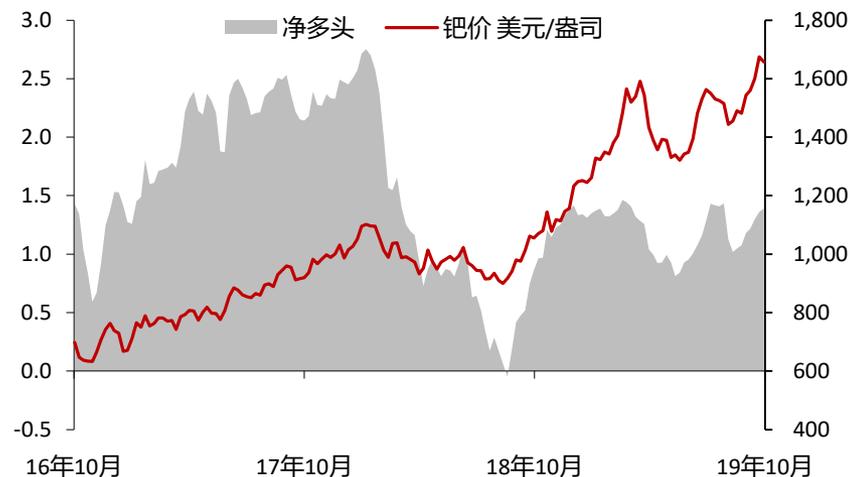
钼金市场现状与展望

交易所上市基金, 百万盎司



来源: Bloomberg

Nymex 钼金净多头仓位*, 百万盎司



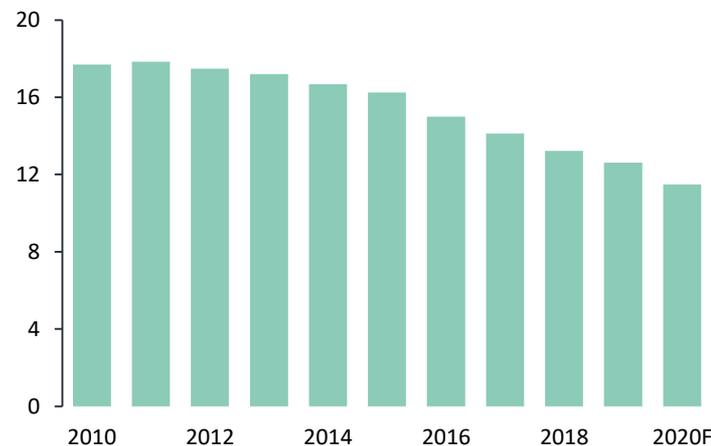
*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

钼价 & 标普 500



来源: Bloomberg

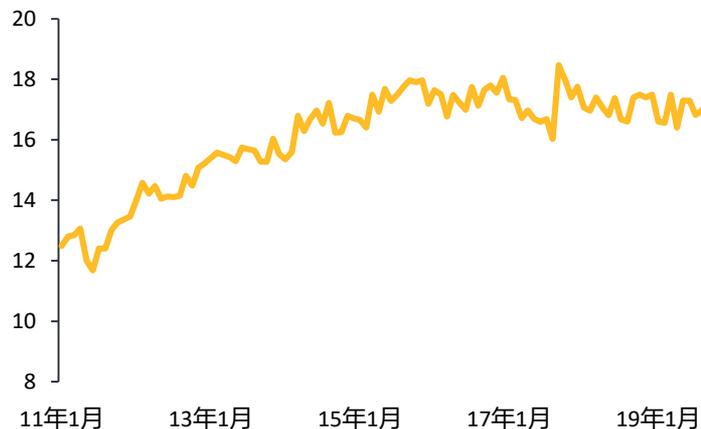
钼金地上存量*, 百万盎司



*年末数; 来源: Metals Focus

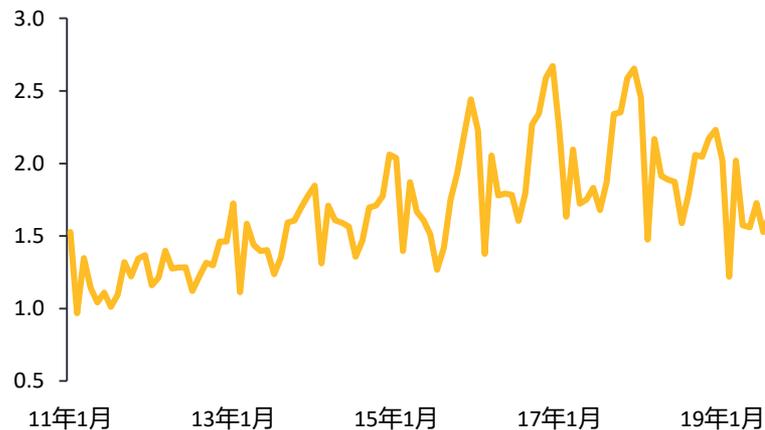
钯金市场现状与展望

美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



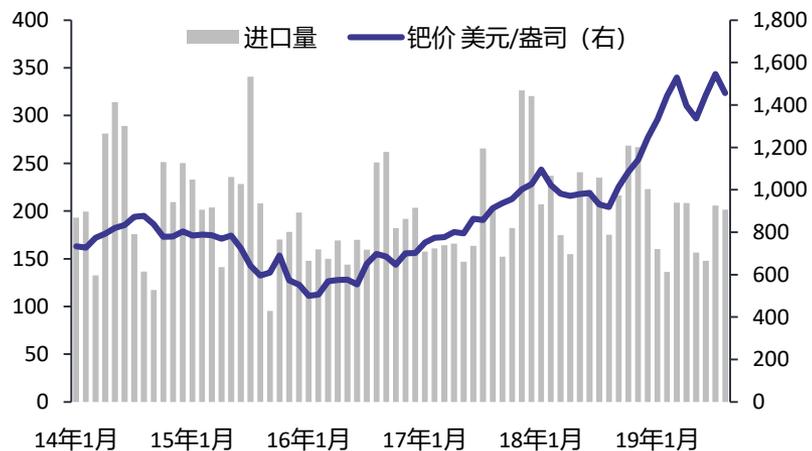
来源: Bloomberg

中国汽车月销量, 百万辆



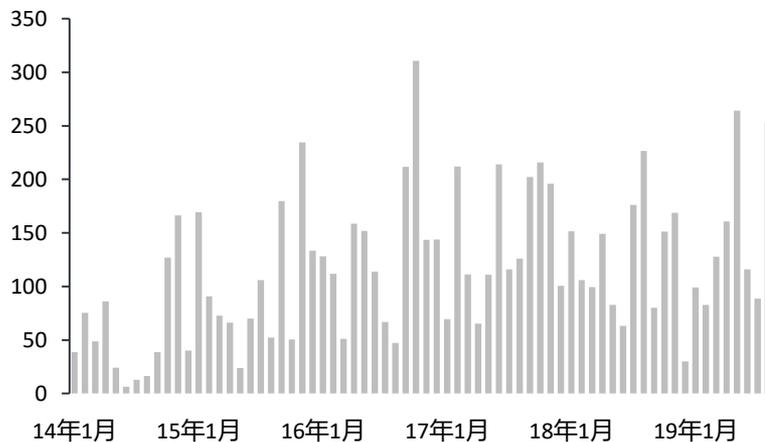
来源: Bloomberg

美国钯锭进口, 千盎司



来源: IHS

香港钯锭进口, 千盎司



来源: IHS

The Metals Focus Team

Philip Newman, 董事
philip.newman@metalsfocus.com

Charles de Meester, 董事
charles.demeester@metalsfocus.com
Tel: +44 (0)7809 125 334

Neil Meader, 研究和咨询经理
neil.meader@metalsfocus.com

Junlu Liang, 高级研究员
junlu.liang@metalsfocus.com

Simon Yau, 高级顾问, 香港
simon.yau@metalsfocus.com

Peter Ryan, 顾问
peter.ryan@metalsfocus.com

Elvis Chou, 顾问, 台北
elvis.chou@metalsfocus.com

Harshal Barot, 顾问, 孟买
Harshal.barot@metalsfocus.com

Jie Gao, 研究员, 上海
jie.gao@metalsfocus.com

Neelan Patel, 区域销售经理
neelan.patel@metalsfocus.com

Mirian Moreno, 业务经理
mirian.moreno@metalsfocus.com

Sanjay Saraf, 区域销售总监
Sanjay.saraf@metalsfocus.com

Nikos Kavalis, 董事
nikos.kavalis@metalsfocus.com

Mark Fellows, 矿业组主管
mark.fellows@metalsfocus.com

Charles Cooper, 矿产经济学主管
charles.cooper@metalsfocus.com

Çağdaş D. Küçükemiroğlu, 顾问, 伊斯坦布尔
cagdas@metalsfocus.com

Yiyi Gao, 高级研究员, 上海
yiyi.gao@metalsfocus.com

Chirag Sheth, 高级顾问, 孟买
chirag.sheth@metalsfocus.com

Dale Munro, 顾问
dale.munro@metalsfocus.com

Francesca Rey, 顾问, 马尼拉
francesca.rey@metalsfocus.com

Michael Bedford, 顾问
Minchael.bedford@metalsfocus.com

Celine Zarate, 研究员, 马尼拉
celine.zarate@metalsfocus.com

Craig Elstow, 顾问
craig.elstow@metalsfocus.com

M# METALS FOCUS

联系方式

地址

Unit T, Reliance Wharf
2-10 Hertford Road
London N1 5ET
UK

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: info@metalsfocus.com

www.metalsfocus.com

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

免责声明 和 版权声明

Metals Focus是此报告所有版权的所有者。本公司已尽力确保本书中信息的准确性，但是不担保本报告中预测性和假设性内容的准确性。本报告仅为提供信息之用，不可作为投资者购入或卖出任何证券产品的依据，亦不提供任何与投资买卖相关的建议。**Metals Focus**公司在此明确对下述情况不承担任何责任：任何个人或组织由于阅读或依赖本书引发的任何直接、间接以及由此可能产生的损失，包括（但不限于）收入损失、经营损失、利润或合同损失、预计存款损失、信誉损失以及侵权、合同中断或其他可以预见的损失。